

UNIVERSIDADE FEDERAL DO PARANÁ

ADIB MAANI SHAIKHZADEH

**INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA PROTEÇÃO CAMBIAL EM EMPRESAS
BRASILEIRAS EXPORTADORAS**

CURITIBA

2016

ADIB MAANI SHAIKHZADEH

**INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA PROTEÇÃO CAMBIAL EM EMPRESAS
BRASILEIRAS EXPORTADORAS**

Artigo apresentado como requisito parcial à conclusão do Curso de MBA em Finanças, do Setor de Pesquisa e Pós-Graduação em Administração, da Universidade Federal do Paraná.

Orientador: Prof. M. Sc. Marcelo Tardelli

CURITIBA

2016

INSTRUMENTOS FINANCEIROS PARA PROTEÇÃO CAMBIAL EM EMPRESAS BRASILEIRAS EXPORTADORAS

SHAIKHZADEH, Adib Maani¹

TARDELLI, Marcelo²

RESUMO

O contexto da crise econômica mundial, em conjunto com o cenário político e econômico brasileiro, vem causando uma grande instabilidade no mercado financeiro, gerando volatilidade de moeda. Assim o objetivo geral deste artigo foi avaliar os instrumentos de proteção cambial para empresas brasileiras exportadoras, verificar quais as vantagens e desvantagens, bem como a importância de uma operação de *hedge* para proteção do caixa e da operação de uma empresa local. A metodologia utilizada foi descritivo-qualitativa por meio de pesquisa bibliográfica em livros de economia, artigos acadêmicos, teses de mestrado além de monografias sobre o tema. Os resultados mostraram que as empresas exportadoras necessitam de uma boa gestão de risco para que essa volatilidade não impacte suas operações afetando suas margens, ou até mesmo inviabilizando a continuidade das atividades. Uma melhor compreensão dos instrumentos de proteção cambial disponíveis no mercado brasileiro e o entendimento das vantagens e desvantagens de cada um, pode se tornar em um diferencial competitivo ou a garantia da continuidade das atividades. Utilizar um instrumento que garanta a taxa de câmbio no futuro é uma forma de proteção da empresa e não especulação, por isso a importância de entender os mecanismos, e se resguardar.

Palavras-chave: Proteção. Câmbio. *Hedge*. PTAX. Exportador.

ABSTRACT

The context of the global economic crisis, together with the Brazilian political and economic scenario, has caused a great instability in the financial market, generating currency volatility. Thus the general objective of this article was to evaluate the instruments of exchange protection for Brazilian exporting companies, to check the advantages and disadvantages, as well as the importance of a hedge operation to protect the cash and the operation of a local company. The methodology used was descriptive / qualitative through bibliographic research in economics books, academic articles, master theses and monographs on the subject. The results showed that exporting companies need good risk management so that this volatility does not impact their operations affecting their margins, or even making the continuity of activities unviable. A better understanding of the exchange protection instruments available in the Brazilian market and the understanding of the advantages and disadvantages of each one can become a competitive differential or the guarantee of

¹ Aluno do curso de MBA em Finanças da Universidade Federal do Paraná.

² Orientador do curso de MBA em Finanças da Universidade Federal do Paraná.

the continuity of the activities. Using an instrument that guarantees the exchange rate in the future is a form of company protection and not speculation, so the importance of understanding the mechanisms, and safeguarding.

Keywords: Protection. Exchange. Hedge. PTAX. Exporter.

1 INTRODUÇÃO

O advento da globalização ao longo das décadas tem catalisado a interconectividade da economia mundial, aumentando cada vez mais a relação de interdependência econômica entre os diversos países, conectando os mercados financeiros praticamente em tempo real. Nos dias de hoje o efeito contágio (em que empresas saudáveis são prejudicadas por problemas fora de suas esferas de decisão) pode ser aplicado na economia mundial, algo impensável em 1929 na época em que ocorreu a quebra da bolsa de valores de Nova York e consequentemente a grande depressão americana. Os efeitos da crise de 1929 foram fortes e prolongados, com seu ápice em 1933, contudo em países não muito industrializados (como Brasil e Argentina) houve até um efeito positivo, visto que tiveram seu processo de industrialização acelerados.

Contudo, o cenário mudou a partir dos anos 90. Nas últimas décadas tem sido constatado no mundo, um crescimento nunca antes visto no comércio internacional, visto que, nesse período acentuou-se, de forma significativa, o número de países que abriram suas economias aos produtos estrangeiros, aderindo ao fenômeno da Globalização (CARVALHO; ASSIS; JOAQUIM, 2007). No contexto desse cenário, em 2008, com a avassaladora “quebra” do mercado de SubPrime: hipotecas de maior risco ou de segunda linha (SOUZA, 2008) americano – um segmento no qual 95% dos grandes investidores não imaginavam um dia colapsar – a economia mundial sofreu um forte choque em seu equilíbrio. Com essa nova situação de instabilidade econômica, dessa vez de proporções mundiais, os investidores iniciaram uma corrida para os papéis de mercados mais seguros, com a fuga dos investimentos dos países emergentes e direcionamento dos recursos para os países desenvolvidos: na América do Norte e Europa principalmente.

Um reflexo imediato nesse tipo de contexto, é a alta volatilidade do câmbio – principalmente do dólar, que é considerada a moeda de referência para as principais

transações internacionais – o que afeta diretamente empresas dos países emergentes, sejam elas importadoras ou exportadoras.

Nesse contexto torna-se importante ressaltar que até mesmo empresas que não exportam ou importam sofrem essa influência da moeda americana, pois muitos produtos possuem suas matérias primas atreladas ao dólar, o que pode influenciar diretamente seu custo de produção final. As empresas estão expostas ao chamado risco de mercado, em função da volatilidade da taxa de câmbio. Em linhas gerais, o risco de mercado mede a possibilidade de perdas geradas em função da mudança nos fatores de mercado, principalmente em relação aos preços nos quais os ativos estão interligados (BERNSTEIN, 1997). Essas mudanças nos preços dos componentes do ativo, exercem por sua vez uma pressão significativa no preço do ativo em si (como um produto importado que irá sofrer mudança de preço com a valorização do dólar ante ao real, por exemplo).

Esse conceito da volatilidade fica mais palpável quando se analisa o que ocorreu com as empresas brasileiras exportadoras em 2015 (forte alta do dólar) e posteriormente em 2016, com uma valorização do real. Conforme Gerbelli (2016, s/p) “a recente valorização do real não estava no radar das empresas e pegou a indústria brasileira no contrapé. Em duas semanas, a moeda americana saiu do patamar de R\$ 3,40 para R\$ 3,20”. Ainda para o autor acima citado:

a alta do dólar ante o real no ano passado havia recolocado as empresas brasileiras de volta no jogo das exportações. As companhias se tornaram mais competitivas, promoveram uma reorganização interna e passaram a enxergar o mercado externo como uma válvula de escape, no momento em que o País estava mergulhado na pior recessão, desde a década de 30. Entre os empresários, os indícios de valorização do real dão uma sensação de *déjà vu*. Nos últimos anos, um mantra repetido pelo setor industrial era de que o real valorizado tirava a competitividade das exportações. E foi o que ocorreu: as empresas brasileiras perderam espaço no mercado internacional (GERBELLI, 2016, s/p).

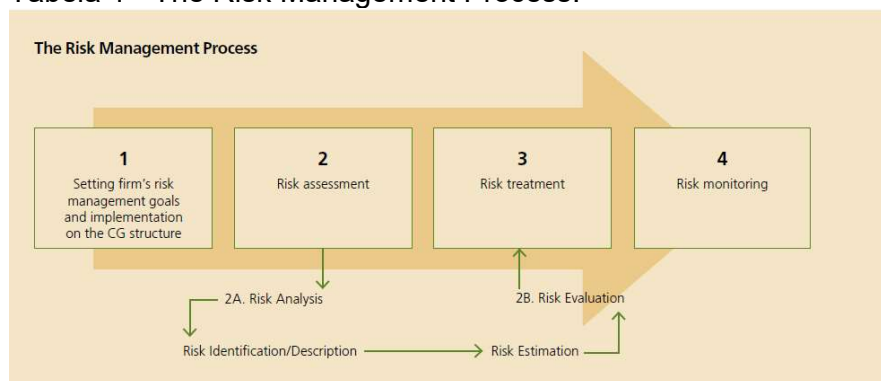
Em uma primeira análise, pode-se pensar que, para as empresas exportadoras a volatilidade com viés de alta da moeda local pode ser sempre benéfica, contudo esse conceito não pode ser levado como uma certeza absoluta, uma vez que há momentos de altas e baixas da moeda (o que está inferido no próprio conceito de volatilidade). A análise deve ser feita inicialmente avaliando o custo da empresa e formulação do preço final, pois caso o recebimento futuro seja em um momento no qual o câmbio esteja baixo, pode ocorrer que a venda se reflita

em um prejuízo no final. Para tanto, há instrumentos e mecanismos disponíveis no mercado financeiro, que podem ajudar a empresa a ter uma certa proteção e fazer uma previsão do valor futuro que irá receber por dólar³. Esses instrumentos possibilitam a realização de uma proteção da taxa de câmbio dos recebimentos da empresa em moeda estrangeira.

Ao se deparar com os riscos inerentes aos negócios e ao de mercado, o empresário deve pensar de forma estratégica em uma de três maneiras: Eliminar o Risco, Mitigar o Risco ou Transferir o Risco (BERNSTEIN, 1997). No que tange os derivativos, as empresas utilizam a transferência de risco da volatilidade da moeda estrangeira para uma posição em que a empresa ficará exposta à moeda local como ensina Figueiredo (2002).

As empresas devem então observar o conceito de gerenciamento de riscos, conforme demonstra a tabela 1 que segue.

Tabela 1 - The Risk Management Process.



Fonte: ROGGI; GARVEY; DAMODARAN (2012, p. 29).

Primeiramente a empresa deve identificar os riscos aos quais está exposta de acordo com as diretrizes e objetivos da gestão. Uma vez que isso ocorra, deve-se avaliar o risco e então devem ser definidas as estratégias e principais métodos para tratar dos riscos. Posteriormente deve-se monitorar os riscos incorridos e tentar dilimir para que seus resultados não afetem os objetivos da gestão.

Dentro desse contexto apresentado o presente artigo tem como objetivo geral avaliar os instrumentos de proteção cambial para empresas brasileiras

³ Será utilizado dólar na maior parte do artigo, contudo pode-se replicar o mesmo conceito para diversas outras moedas, e caso a moeda seja muito “exótica” e não tenha mercado, geralmente considera-se o dólar.

exportadoras, verificar quais as vantagens e desvantagens, bem como a importância de uma operação de *hedge* para proteção do caixa e da operação de uma empresa local.

Como objetivos específicos, discorrer sobre o mercado de câmbio brasileiro e suas particularidades, definir conceitos sobre o mesmo e pesquisar junto ao mercado financeiro os instrumentos disponíveis para transferir o risco da exposição cambial. Avaliar as vantagens e desvantagens de cada instrumento, suas aplicações e quais seus respectivos custos.

Após os objetivos estabelecidos para o artigo, foram utilizados os respectivos meios de estrutura e análise para a obtenção dos resultados.

A metodologia utilizada foi do tipo descritiva na qual, conforme explica Godoy (1995), utiliza a pesquisa qualitativa para identificar alguns aspectos que são considerados essenciais. Os estudos denominados qualitativos têm como preocupação fundamental o estudo e análise do mundo empírico em seu ambiente natural. Nessa abordagem valoriza-se o contato direto e prolongado do pesquisador com o ambiente e a situação que está sendo estudada.

Foi feita a pesquisa bibliográfica necessária para melhor entender o tema e fundamentar no viés das empresas exportadoras brasileiras. Nessa etapa foi pesquisado em livros de economia, artigos acadêmicos, teses de mestrado além de monografias sobre o tema.

Para a coleta de dados também foi utilizada a pesquisa documental através de relatórios, reportagens econômicas, consultas em instituições financeiras, periódicos voltados ao mercado econômico de grande circulação e coleta de informações em referencial bibliográfico.

Por fim, na análise dos dados clareou como os instrumentos de derivativos podem ajudar na melhor definição de políticas da empresa para uma estratégia de vendas no mercado externo ou não.

A justificativa para o desenvolvimento deste estudo se pauta pelo cenário encontrado após as últimas eleições presidenciais de 2014 no Brasil, onde a economia brasileira vem sofrendo diversas influências: escândalos de corrupção desvelados; instabilidade política (processo de impeachment, operações da polícia federal envolvendo políticos, entre outros fatores); economia americana melhorando e possível alta de juros; saída do Reino Unido da União Europeia, entre diversas

outras influências internas e externas. Esses eventos influenciam diretamente o fluxo cambial de recursos no Brasil (entrada e saída de recursos estrangeiros), o que causa uma maior instabilidade no dólar, fazendo-o oscilar diariamente.

Conforme relatórios e entrevistas nos jornais de grande circulação (Valor Econômico / Folha de São Paulo / Estadão) as empresas que focaram no mercado externo (pelo menos parte de suas vendas) estão conseguindo se sustentar melhor nesse período de crise no Brasil, principalmente devido às suas vendas no mercado externo. Essas vendas são feitas em moeda estrangeira (principalmente dólares) e nos últimos meses o exportador tem vivenciado um sobe e desce do valor a receber de acordo com a oscilação do dólar.

Contudo, nem sempre as empresas possuem o conhecimento de mecanismos de proteção contra a grande volatilidade do câmbio. É de fundamental importância para os administradores financeiros de empresas brasileiras entenderem como funciona esse mercado, como a volatilidade da moeda estrangeira pode afetar sua operação, e então buscar mecanismos que ajudem a diminuir o efeito da variação cambial. Também é um ponto crucial ao falar do retorno ao acionista, pois o trabalhador sempre deve olhar para rentabilidade do negócio e na redução dos custos.

Como há diversas formas de reduzir os impactos da volatilidade em que se vive no mercado brasileiro, importante que os gestores das empresas conheçam os mecanismos de *hedge* e trava da moeda.

2 REFERENCIAL TEÓRICO

2.1 TAXA DE CÂMBIO E MERCADO DE CÂMBIO

Para se iniciar a compreensão sobre proteção cambial, primeiramente é necessário entender alguns conceitos preliminares sobre o mercado de câmbio como um todo. Conforme definição do Banco Central Brasileiro:

Taxa de câmbio é o preço de uma moeda estrangeira medido em unidades ou frações (centavos) da moeda nacional. No Brasil, a moeda estrangeira mais negociada é o dólar dos Estados Unidos, fazendo com que a cotação comumente utilizada seja a dessa moeda. Assim, quando dizemos, por exemplo, que a taxa de câmbio é 1,80, significa que um dólar dos Estados Unidos custa R\$ 1,80. A taxa de câmbio reflete, assim, o custo de uma

moeda em relação à outra. As cotações apresentam taxas para a compra e para a venda da moeda, as quais são referenciadas do ponto de vista do agente autorizado a operar no mercado de câmbio pelo Banco Central. (BCB, 2016).

Pode-se citar também Carvalho; Assis; Joaquim (2007, p. 25) que define:

Câmbio é toda operação em que há troca (compra ou venda) da moeda de um país pela moeda de outro país. Nas operações de câmbio realizadas no Brasil, ocorre a troca da moeda nacional (Reais) por moeda estrangeira (Dólar dos Estados Unidos, Euro, Franco Suíço, Libra Esterlina, Iene, etc.) ou vice-versa.

Para que ocorram os negócios internacionais, e as transações de mercadorias sejam possíveis, há a necessidade das operações de câmbio, a troca (conversão) da moeda de um país pela de outro (FORTUNA, 2011), conforme explica o mesmo autor:

O mercado de câmbio brasileiro compreende as operações de compra e de venda de moeda estrangeira e as operações com ouro-instrumento cambial, realizadas com instituições autorizadas pelo BC a operar no mercado de câmbio, bem como as operações em moeda nacional entre residentes, domiciliados ou com sede no País e residentes, domiciliados ou com sede no exterior (FORTUNA, 2011, p. 469).

Nesse contexto, pode-se definir as empresas exportadoras conforme a definição de Fortuna (2009, p. 472) para exportação como sendo caracterizada pela “venda ao exterior de mercadorias e serviços com preço ajustado para recebimento em moeda estrangeira”.

As empresas exportadoras de mercadorias, ainda segundo o mesmo autor, estão submetidas ao modelo abaixo quanto a estrutura da taxa de câmbio que operam no Brasil. De acordo com Fortuna (2011, p. 470):

Mercado de Câmbio de Taxas Livres (Dólar Comercial). O regulamento para suas operações atuais foi formalizado na Circular 2.231, de 25/09/92 e documentos posteriores. É destinado às operações de câmbio em geral, enquadrando-se nesse segmento as operações comerciais de exportação/importação e as operações financeiras de empréstimos e investimentos externos, bem como o retorno ao exterior da remuneração destas operações.

Como no Brasil há o curso forçado do Real, é obrigatório que as transações realizadas dentro do país sejam feitas em moeda nacional, conforme explicam Carvalho; Assis; Joaquim (2007, p. 23): “curso forçado de uma moeda é a obrigatoriedade de sua exclusiva utilização e aceitação em determinado território, normalmente, sendo estabelecido pela ordem jurídica interna de cada País.” Essa regra faz com que tenha o mercado de câmbio e as transações da moeda, pois caso contrário os exportadores e os importadores poderiam ficar com a moeda estrangeira no Brasil, e fazer a conversão apenas quando melhor lhes aprouver.

Algo que tem sido muito característico do Brasil nos últimos meses é a grande volatilidade no mercado financeiro, o que afeta diretamente o fluxo cambial de recursos para dentro e fora do país, trazendo inseguranças e incertezas para a bolsa de valores e também para a taxa de câmbio. Como se pode analisar em reportagem do Jornal Valor Econômico, onde se afirma que no ano de 2016 o real valorizou frente ao dólar 18,03% (VALOR ECONÔMICO, 2016) e em relação ao euro 14,87% - algo inimaginável se considerar-se que em 2015 o dólar subiu 48%, conforme Trevizan (2015).

As razões para essas oscilações poderiam ser explicadas por diversas razões: crise econômica brasileira; crise política brasileira; crise da união europeia (saída do Reino Unido da União Europeia); eleições norte americanas; avanço (ou não) do processo de impeachment; incertezas em relação ao aumento dos juros norte americanos; etc. Para que as empresas exportadoras não fiquem refém de variáveis como essas, que estão além de seu controle, é de suma importância que façam proteção cambial por meio de algum mecanismo existente no mercado financeiro. O quanto mais protegerem suas exposições cambiais, provavelmente terão segurança para trabalhar e fazer seus negócios florescerem e não terem algum impacto econômico advindo de um fator externo ao invés do risco da atividade da empresa em si.

2.2 PTAX - TAXA MÉDIA DO DÓLAR

O Banco Central (BACEN) é o regulador do mercado de câmbio, contudo não se tem o câmbio fixo (o qual o Governo fixa o valor de troca do USD para BRL) e sim câmbio flutuante (no qual a demanda por determinada moeda irá definir o

preço justo de negociação). Nesse contexto, o BACEN não determina qual é a taxa de câmbio que será praticada mas pode sim atuar para elevar ou segurar a taxa de câmbio, como por diversas vezes ocorre.

O BACEN diariamente coleta e divulga as taxas médias praticadas no mercado interbancário através de seu site (www.bcb.gov.br), formando assim uma taxa que serve como referência para o mercado financeiro, a chamada de taxa PTAX de acordo com Fortuna (2011, p. 481) “É a taxa média de venda (compra) do dólar comercial ponderada em valor, apurada pelo BC ao final de cada dia e que serve como referência para os negócios com dólar. A sua metodologia de cálculo está definida pela Circular 3,372, de 12/12/07”⁴.

2.3 HEDGE

A palavra *hedge* vem do inglês e possui diversos significados, mas para o mercado financeiro pode-se utilizar com o propósito de restringir/ limitar, conforme Securato e Securato (2009, p.188):

As operações de *hedge* permitem que as empresas, bancos, governos ou quaisquer entidades administrem sua exposição a determinado risco financeiro. Essas entidades utilizam instrumentos que compensarão eventuais perdas decorrentes de variação no ativo-objeto, com ganhos nos contratos de derivativos. Por outro lado, se o ativo objeto apresentar um ganho para a entidade, este não será efetivo, uma vez que será contraposto a uma perda nos contratos de derivativos. Esse procedimento é conhecido como ‘travar uma posição’ e significa que não há ganho ou perda possível.

Pode-se analisar e observar que o objetivo de buscar um *hedge* está na proteção quanto à possibilidade de oscilação de um preço, taxa ou índice (SILVA NETO, 2000). O *hedge*, quando utilizado corretamente, é uma estratégia de proteção contra incertezas que podem minar o negócio e destruir valor no ativo que o investidor irá receber no futuro – contudo o investidor pode ser um especulador e querer fazer uma proteção à descoberto (sem ter o ativo ou passivo para contraparte) – assim podendo maximizar seus ganhos ou suas perdas.

No que tange ao objetivo do artigo, o exportador pode fazer o *hedge*, uma vez que possui custos em reais, com o objetivo de proteger seu recebimento futuro

⁴ Esta circular foi revogada pela Circular nº 3.506 de 23 de setembro de 2010.

da exportação, assim diminui a volatilidade inerente no câmbio, protegendo sua rentabilidade e consequentemente a perpetuidade de seu negócio. Uma das formas na qual as empresas brasileiras podem fazer o *hedge* de suas operações é por meio dos instrumentos financeiros derivativos (FIGUEIREDO, 2002).

2.4 DERIVATIVOS

O mercado de derivativos é amplamente desenvolvido nos países de economia mais forte, nos quais a gama e possibilidade de operações de derivativos são inúmeros. Já, em países em desenvolvimento e no qual a economia ainda está maturando, o mercado de derivativos fica mais restrito em relação a taxa cambial (moeda) e também às *commodities* (também há mercado para ações e títulos) (FIGUEIREDO, 2002). Para buscar uma clareza melhor do que é esse mercado e quais opções ele traz em relação ao câmbio, segue a definição de derivativos conforme Securato e Securato (2009, p.185): “Os derivativos são contratos privados entre duas ou mais partes, cujo valor é quase todo derivado do valor de algum ativo, taxa referencial ou índice-objeto, como uma ação, título, moeda ou *commodity*”.

Pode-se abstrair então que em linhas gerais, os derivativos são instrumentos que – como a própria palavra já implica – derivam de outros ativos, sendo que ocorrerá na data futura o cumprimento do que foi previamente acordado. No que tange ao contexto do mercado de câmbio, as operações de derivativos irão variar conforme oscila a taxa de câmbio, podendo ser favorável ou desfavorável para empresa brasileira exportadora – objeto deste artigo.

Dentro do mercado de derivativos, tem-se os derivativos *plain vanilla* e também os derivativos exóticos. Os derivativos *plain vanilla* (objetos de estudo deste artigo) são os puros e simples, no qual pelo próprio nome já se deduz que é um derivativo básico onde geralmente há opções e contratos padrões. Já os derivativos exóticos são mais complexos e compostos de diversas variáveis, moldado de acordo com necessidades específicas de quem está procurando alguma proteção além do risco de mercado puro e simples (FIGUEIREDO, 2002).

Abaixo serão elencados alguns mecanismos de derivativos que se pode encontrar no mercado brasileiro. Os principais bancos que operam no Brasil, sejam eles nacionais ou internacionais (Itaú – Bradesco – Banco do Brasil – Santander –

Citibank , entre outros) oferecem esses produtos para a proteção do exportador em relação a oscilação da taxa de câmbio. Contudo a empresa (ou até mesmo o indivíduo) que deseje fazer alguma dessas operações pode também utilizar o mercado de balcão ou através da bolsa de ações (nesse caso do câmbio na Bolsa de Mercadorias e Futuros - BM&F).

Importante ressaltar que há um alto nível de regulamentação para essas operações, uma vez que o mercado de derivativo ficou muito em evidência após a crise de 2008 em que muitas empresas perderam fortunas – como os casos da Sadia e Aracruz por exemplo.

2.5 OPÇÕES DE PROTEÇÃO OFERECIDAS NO MERCADO BRASILEIRO

Para fins do artigo foi feita uma análise das opções disponíveis no mercado financeiro brasileiro para as empresas exportadoras. Abaixo seguem os principais e mais habituais instrumentos utilizados para se resguardar da variação cambial.

2.5.1 Swap

Por meio do swap é possível obter o *hedge* perfeito e a proteção ideal para não correr riscos. Isso é possível pois no swap é estabelecido, conforme contrato entre as partes interessadas, um acordo com valores e datas de vencimentos futuros ajustados conforme desejarem, podendo estabelecer exatamente sobre qual ativo querem fazer a troca, por qual prazo e também determinar o valor. Portanto, caso queira fazer a proteção perfeita, esse é o melhor instrumento, pois é possível negociar todos os pontos e não ficar descoberto para um eventual risco inerente no ativo que a empresa opera.

Como a troca é feita por produtos diferentes, nem sempre é fácil para a empresa ter um parâmetro – principalmente se é um ativo de pouca liquidez por outro ativo de maior liquidez.

O exemplo mais comum que se tem no mercado brasileiro é a troca de Dólar X CDI (Certificado de Depósito Interbancário) ou Dólar X Taxa Pré, por exemplo: uma empresa exportadora faz uma venda de USD 10 MM para receber em 360 dias. Para não ficar exposta à variação cambial, a empresa pode fazer o Swap Cambial

Taxa Pré x Dólar. O valor que a empresa brasileira irá contratar será em reais, apurado conforme o dólar do dia do fechamento do contrato, protegendo assim suas vendas e tendo a certeza do valor futuro a receber, conforme exemplo abaixo:

Uma empresa exportadora possui USD 10 MM para receber no prazo de 360 dias. A empresa faz cotação do câmbio no dia (R\$ 3,33 por exemplo), então a empresa possui um valor total em reais R\$ 33,3 MM para receber. A instituição financeira pode oferecer o valor no futuro com uma taxa pré-fixada para ser trocado na data de vencimento, supõe-se que 14% a.a. para o prazo de 360 dias. No final do prazo acordado, ocorre a troca de indexadores, ou seja, após um ano a empresa terá os R\$ 33 MM corrigidos 14% no período - independente se a variação cambial foi maior ou menor, o cliente irá receber R\$ 37,62 MM, conforme tabela 2 na sequência:

Tabela 2 – Swap

| Valor | Taxa hoje | Prazo | Correção | Valor Final |
|-----------|-----------|---------|----------|--------------|
| USD 10 MM | R\$ 3,33 | 360dias | 14% a.a. | R\$ 37,62 MM |

Fonte: Elaboração própria.

O custo dessa operação para a empresa já está na taxa final em que recebe da instituição financeira para fechar a operação, não incorrendo em custos adicionais.

2.5.2 Mercados Futuros

Os mercados de futuros objetivam a proteção contra as variações de determinados preços ou investimentos, pois por meio dele as partes firmam para uma data futura o preço de determinado ativo. Uma vez fixado o preço, quantidade e o prazo, no dia do vencimento deve ocorrer a liquidação do que foi acordado, ou seja, a compra e a venda previamente estabelecidas devem ser realizadas.

Nesse contexto, tem-se a figura do vendedor (que fica na posição vendida, e tem a obrigação de vender no futuro) e do comprador (que fica na posição comprada, e tem a obrigação de comprar no futuro). Importante ressaltar que independentemente do valor que esteja o ativo na data de vencimento, as obrigações devem ocorrer, e caso alguma das partes não honre com sua obrigação podem ocorrer multas e até consequências mais graves, como ser expulso do

mercado futuro (exemplo do que ocorre na BM&F, que o investidor pode ser impedido de operar caso não honre com suas obrigações).

Importante ressaltar que para operar nesse mercado é exigida uma margem de garantia. Essa margem é um valor (pré-determinado de acordo com o ativo que esteja operando e o prazo que quer operar) que deve estar disponível na conta da corretora para que se possa operar no mercado futuro. Em linhas gerais, é o montante exigido para poder se alavancar - ou seja, para operar em mercado futuro é preciso manter um percentual do valor no se quer operar. Essa margem é exigida para que não fique um mercado meramente especulativo e também para demonstrar capacidade de honrar com possíveis perdas futuras caso quem esteja operando tenha ajuste negativo no futuro.

2.5.3 Mercado a Termo

São contratos parecidos com os dos mercados de futuros, contudo não são negociados em bolsas com as mesmas características dos mercados de futuros. No mercado a termo também há um acordo de compra e venda que será realizado no futuro, contudo podem ser customizados como as partes desejarem, pois trata-se de acordos particulares entre as partes. Importante ressaltar que devido a essas particularidades e facilidades que possuem para deixar da melhor forma que as partes desejarem, a liquidez do mercado a termo é bem menor – pois foge do padrão e da necessidade em geral que as instituições ou empresas procuram.

No mercado a termo há movimentação financeira apenas no final do contrato, quando ocorre seu vencimento. O exemplo do mercado a termo para as empresas brasileiras exportadoras seria a empresa informar a instituição financeira que possui dólares a receber no futuro e que entregará para a instituição no prazo de 90 dias, sendo que a instituição financeira fará uma proposta do quanto pagará para esse dólar futuro.

Um risco aqui presente pode ocorrer exatamente por essa não padronização do mercado, então a possibilidade também da empresa não ter parâmetro para se basear pode ser uma grande desvantagem. O custo de uma operação a termo já está imbutido no valor de dólar futuro que a instituição financeira apresenta para a

empresa exportadora, não havendo uma taxa ou custo fixo – dependerá do prazo e negociação – o mercado utiliza o CDI mais algo em torno de 2% a 5% a.a.

2.5.4 Opções

Dentre os instrumentos derivativos de proteção, as opções destacam-se pelo fato de, ao se pagar um determinado valor previamente acordado, a parte que utilizar a opção pode aproveitar de um grande benefício no futuro e exercer seu direito de compra ou venda em condições extremamente favoráveis. Nesse contexto, a opção pode ser comparada ao um contrato de seguro, no qual ao contratar um seguro o assegurado paga um valor, e apenas se ocorrer um sinistro ele exerce o seguro e recebe o ressarcimento, caso contrário não ocorre nada.

No âmbito desse artigo, para proteção do ativo das empresas exportadoras (os recebimentos estão em moeda estrangeira), pode-se assumir basicamente uma posição no que tange ao mercado de opções:

- a) Compra de uma *put*: o investidor paga um prêmio para ter o direito de vender determinado ativo a um determinado preço em uma data pré-estabelecida – se o valor do ativo estiver acima do direito que o investidor possui, ele não exerce, caso o valor esteja abaixo, ele exerce.

Um ponto de desvantagem aqui é que ocorre um desembolso inicial da empresa para ter o direito da opção, mas com uma vantagem que esse instrumento não consome as outras linhas de crédito da empresa, justamente por ter esse desembolso inicial. Também podem ocorrer ajustes diários, contratação de valores padronizados e determinados vencimentos fixos (caso realizando na bolsa de valores e mercadorias).

Nesse contexto, quando o exportador compra uma *put* lhe dá o direito de vender determinado ativo (nesse caso dólares) a um determinado preço em uma determinada data. Caso na data futura não esteja interessante a taxa, o exportador não precisa exercer seu direito de venda, e seu custo terá sido o prêmio pago. Contudo, caso na data seja interessante, o exportador exerce seu direito de venda. Importante ressaltar que do ganho da operação deve-se abater o custo do prêmio para se ter o ganho real, conforme exemplos que figuram na tabela 3:

Tabela 3 – Exemplos de ganho real.

| Taxa Real/USD Contratada | Montante Contratado | Taxa no dia do Vencimento | Prêmio Pago | Valor do Ajuste | Ganho Real |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|--------------|-----------------|---------------|
| R\$ 3,33 | USD 2.000.000,00 | R\$ 3,30 | R\$ 5.000,00 | R\$ 60.000,00 | R\$ 55.000,00 |
| R\$ 3,33 | USD 2.000.000,00 | R\$ 3,40 | R\$ 5.000,00 | R\$ - | -R\$ 5.000,00 |

Fonte: Elaboração própria.

No segundo exemplo, na operação de proteção, não há ganho real, mas como a taxa de câmbio estava acima da acordada, tirando o valor pago pelo prêmio, a empresa teve um ganho de R\$ 135 mil.

O custo de uma operação de opções ficará em torno de 1% a 3% a.a., conforme prazo e também volume da operação. No momento em que a empresa fecha a operação, a instituição financeira faz a proteção ao contrário no mercado e assim garante sua receita.

2.5.5 Trava de Exportação

A trava de exportação é um dos instrumentos considerados como *hedge* perfeito, pois a empresa garante a taxa de câmbio atual para o recebimento futuro de suas exportações. Uma vez que a empresa exportadora possui o custo de sua fabricação no Brasil, e esse custo está em reais, o mecanismo da trava ajuda a já fixar no futuro o quanto por dólar a empresa irá receber, diminuindo assim o risco da oscilação da moeda afetar seu negócio.

Um ponto importante é que os bancos quando fazem essa operação, já se resguardam no mercado financeiro, ou seja, eles já trocam os dólares que a empresa irá receber no futuro por reais, e uma vez com os reais em mãos os bancos aplicam esse dinheiro a um percentual do CDI. A empresa exportadora pode tirar proveito disso, solicitando um prêmio para fazer essa trava, assim também tendo um ganho financeiro além de proteger suas vendas.

Nesse instrumento há o consumo da linha de crédito da empresa, portanto é essencial ela negociar bem o produto e também esse prêmio da trava, conforme pode ser visto na Tabela 4.

Tabela 4 – Exemplo de trava de exportação

| Taxa Real/USD Contratada | Montante Contratado | Taxa no dia do Vencimento |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|
| R\$ 3,33 | USD 1.000.000,00 | R\$ 3,30 |
| R\$ 3,33 | USD 1.000.000,00 | R\$ 3,35 |

Fonte: Elaboração própria.

Em ambos os casos (da taxa no vencimento estar maior ou menor do que a taxa contratada), não há o ajuste, mas sim o pagamento integral da taxa contratada, sendo que o exportador irá receber R\$ 3.330.000,00, conforme tabela acima. Por ser como um contrato de câmbio que tem liquidação no futuro, o custo da operação para a empresa é o mesmo do fechamento de câmbio *spot* (quando a empresa vai trocar dólares por reais no mercado a vista).

2.5.6 *Non Deliverable Forward* – NDF

O NDF é um contrato a termo de moeda, geralmente o mais utilizado pelas empresas para fazer a proteção cambial. Previamente as partes pactuam um valor futuro para a taxa de câmbio, e no dia do vencimento é feito o ajuste (a maior ou menor), conforme o preço acordado. Nesse caso não há a troca de valores do principal, apenas da diferença das taxas multiplicadas pelo montante acordado – e geralmente ocorre direto na conta da empresa o crédito ou débito, conforme exemplo na tabela 5 abaixo:

Tabela 5 – Exemplo de *Non Deliverable Forward* – NDF

| Taxa Real/USD Contratada | Montante Contratado | Taxa no dia do Vencimento | Valor do Ajuste |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| R\$ 3,33 | USD 1.000.000,00 | R\$ 3,30 | R\$ 30.000,00 |
| R\$ 3,33 | USD 1.000.000,00 | R\$ 3,35 | -R\$ 23.000,00 |

Fonte: Elaboração própria.

Em ambos os casos (dólar no vencimento maior ou menor do que o contratado) o exportador irá receber o mesmo montante final, devido ao ajuste (positivo ou negativo) feito na conta no dia do vencimento.

Aqui há o consumo da linha de crédito da empresa, contudo caso a empresa não queira consumir crédito com esse produto, pode disponibilizar os recursos em uma aplicação financeira para servir como margem. Outro ponto de atenção é que há incidência de IR caso o ajuste seja positivo (ou seja, em favor da empresa). Nesse instrumento não há custo adicional para a empresa. Quando a instituição financeira oferece o preço final do NDF, já está imbutido o valor que ela irá lucrar e no momento do fechamento da operação a instituição financeira vai ao mercado e faz a proteção para não ficar exposta.

2.5.7 NDF Asiático

O termo de moeda asiático é uma maneira um pouco diferente de proteção cambial, mas que utiliza o mesmo princípio do *NDF*, na qual não ocorre a entrega das moedas e apenas o débito/crédito da diferença entre as taxas pactuadas. A principal diferença entre a *NDF* asiático e a *NDF* pura é que no asiático há mais de um dia de vencimento a operação, sendo que possui uma mesma taxa acordada – por exemplo, uma empresa possui USD 6 milhões para receber ao longo do mês e virá em 5 tranches de USD 1,25 MM cada, então ao invés da empresa fechar 5 *NDFs*, fecha apenas 1 *NDF* asiática podendo liquidar ela parcialmente de acordo com seus recebimentos, conforme Quadro 1 abaixo:

Quadro 1 – Exemplo de NDF Asiático

| Taxa Real/USD Contratada | Montante Contratado | Taxa no dia do Vencimento | Valor do Ajuste |
|--------------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| R\$ 3,33 | USD 1.250.000,00 | R\$ 3,30 | R\$ 37.500,00 |
| R\$ 3,33 | USD 1.250.000,00 | R\$ 3,35 | -R\$ 28.750,00 |
| R\$ 3,33 | USD 1.250.000,00 | R\$ 3,29 | R\$ 50.000,00 |
| R\$ 3,33 | USD 1.250.000,00 | R\$ 3,28 | R\$ 62.500,00 |
| R\$ 3,33 | USD 1.250.000,00 | R\$ 3,30 | R\$ 37.500,00 |
| | | Total | R\$ 158.750,00 |

Fonte: Elaboração própria.

Da mesma forma que no *NDF*, quando a empresa opta pelo *NDF* Asiático também não há um custo extra para fazer a proteção e a instituição financeira da mesma forma faz a proteção no mercado financeiro para não ficar exposta.

2.5.8 Foward Extra com CAP

Esse instrumento é como um *NDF* com um limitador de dólar mínimo, a partir do qual não se tem mais a proteção e o exportador fica exposto à oscilação da moeda. Em uma primeira análise pode parecer não muito interessante, contudo as instituições financeiras que oferecem essa modalidade dão uma vantagem na taxa para fazer essa operação – a taxa do *Foward* Extra com *Cap* é melhor que a de um *NDF* puro.

Para o exportador, ele tem uma “banda” de dólar, que caso o dólar fique nessa banda, ele recebe toda vantagem e sua troca dos dólares para reais ficam

interessante, contudo se o dólar cair muito, a empresa fica exposta a partir do valor mínimo da banda de dólar previamente acordado até o valor do dólar no dia do vencimento.

Essa modalidade pode ser interessante para os exportadores que entendam que o dólar não deve ficar abaixo de certo patamar, e caso esse patamar esteja dentro da banda oferecida pela instituição financeira, vale a pena utilizar esse instrumento e assim conseguir uma taxa futura melhor do que em uma simples *NDF*, de acordo com Quadro 2.

Quadro 2 – Exemplo de *Forward Extra* com CAP

| Taxa Real/USD Contratada | CAP mínimo de Dólar | Montante Contratado | Taxa no dia do Vencimento | Valor do Ajuste |
|--------------------------|---------------------|---------------------|---------------------------|-----------------|
| R\$ 3,35 | R\$ 3,30 | USD 1.000.000,00 | R\$ 3,31 | R\$ 40.000,00 |
| R\$ 3,35 | R\$ 3,30 | USD 1.000.000,00 | R\$ 3,28 | R\$ 50.000,00 |

Fonte: Elaboração própria.

Importante notar aqui o CAP para a baixa do dólar, o momento no qual o exportador não recebe mais o ajuste da diferença - que no quadro acima foi o segundo exemplo, em que o exportador recebe o ajuste até R\$ 3,30, mas não a diferença até R\$ 3,28 - mas ele se aproveitou de um dólar contratado inicial melhor do que se fosse uma *NDF* pura, razão pela qual esse produto pode ser interessante dependendo da estratégia da empresa. Da mesma forma que nas outras alternativas de *NDF*, aqui também não há um custo extra para a empresa quando fecha a operação – o preço já está imbutido no valor que a instituição financeira passa como taxa final.

2.5.9 Adiantamento sobre Contrato de Câmbio (ACC) / Adiantamento sobre Cambiais Entregues (ACE)

Os contratos de ACC e ACE são operações de crédito na qual o exportador pode adiantar os recebimentos futuros que terá de determinada exportação. Ele pode fazer isso durante a fase de produção (ACC), ou uma vez que já embarcou os produtos (ACE). Muitas empresas utilizam essa ferramenta para se proteger contra a variação cambial, pois uma vez adiantado o contrato, a empresa recebe os reais no momento da antecipação (muitos exportadores observam quando o dólar está positivo ou teve uma forte alta para então fazer a operação de ACC ou ACE), e

quando for pagar a dívida que está em dólares, paga com a ordem recebida pelo importador, assim saindo do risco. Aqui os juros são em dólares, então o ideal é que o exportador não antecipe 100% do que irá receber, pois assim paga também os juros (que são pagos apenas no final do contrato) com as cambiais que receberá – ficando 100% protegido em relação a esses recebíveis que antecipou. Os juros cobrados para as empresas nessa modalidade fica algo em torno de 2% a 8% a.a. dependendo do porte da empresa e do valor do contrato.

3 ANÁLISE DOS RESULTADOS

Como demonstrado, o mercado financeiro brasileiro oferece diversos instrumentos de *hedge* para que as empresas exportadoras possam fazer proteção de seus recebimentos de vendas ao exterior (TORRENT, 2012). Dependendo da estratégia do empresário brasileiro exportador, ele pode definir como fazer a proteção ou até mesmo não fazer, mas nesse caso estaria especulando.

Dentre as opções demonstradas, pode-se concluir cerca de três principais formas de proteção:

- a) Proteção Futura Pura;
- b) Proteção Futura com intervalo ou teto;
- c) Proteção Futura com pagamento de prêmio.

Na proteção futura pura, há apenas a incidência de um derivativo de proteção cambial, na qual as partes pactuam a taxa futura para o contrato de dólar. Pode-se citar o *NDF* simples ou a trava de câmbio para esse modelo, no qual desde o início do contrato as partes já sabem o valor que irão receber por dólar no futuro. No caso da *NDF* será apurada a taxa no dia do vencimento em relação à taxa PTAX, e caso esteja acima da PTAX recebe a diferença pelo montante contratado. No caso da trava câmbio é acordada a taxa no fechamento do contrato, e na data futura os valores são creditados, independente de como esteja a taxa PTAX.

No tocante a proteção futura com intervalo ou teto, o empresário exportador pode selecionar o modelo de *NDF* Asiático ou o *Foward* Extra com *CAP*. Caso feche na primeira opção, poderá ter um intervalo de dias para fechar o câmbio, sempre cotando em referência à taxa PTAX e os ajustes sendo feito na conta a cada dia do fechamento. Já na *Foward* Extra com *CAP* é um *NDF* com um patamar mínimo, e no

caso do dólar ficar acima do patamar mínimo o exportador captura uma taxa melhor do que um *NDF* puro.

Por último há a opção de proteção futura com pagamento de prêmio, que se pode citar o modelo de opção. Nessa modalidade de *hedge* o exportador paga um prêmio (há um desembolso de caixa antecipado) para um valor futuro do dólar, e caso seja interessante pode exercer esse direito adquirido ao comprar uma opção futura – funciona como um seguro, e caso aconteça o *strike* (preço de exercício) o detentor da opção exerce a mesma e fica segurado.

Ao analisar os instrumentos disponíveis no mercado financeiro para as empresas exportadoras, pode-se observar que não há um único instrumento que é o ideal para todos os casos de exportação. O empresário sempre deve analisar o fluxo de recebíveis que possui advindos do exterior, o quanto pode ou não desembolsar previamente, qual o apetite a risco deseja tomar, e então começar a fazer sua estratégia de proteção cambial. As tomadas de decisões de proteção devem ser rápidas e constantes, pois com a dinâmica do mercado e a volatilidade que hoje a moeda brasileira está sofrendo, cada momento de hesitação de decisão pode ter um alto custo para o caixa da empresa.

CONCLUSÃO

Conforme exposto e apresentado ao longo do artigo, o estudo demonstrou que o mercado financeiro brasileiro apresenta diversos mecanismos de proteção cambial contra a volatilidade e incerteza do mercado de moedas às empresas brasileiras exportadoras.

O risco cambial é um fator que deve ser considerado, estudado e analisado por todas as empresas brasileiras exportadoras, pois pode impactar diretamente em seus negócios. Dentre as diversas formas e mecanismos de se proteger contra a oscilação e volatilidade do câmbio, as empresas brasileiras exportadoras devem analisar cada uma, sendo que elas possuem suas particularidades, seus benefícios e também custos (que em grande parte das operações o custo já está inserido na proposição de proteção). Como não há uma fórmula perfeita sobre qual o melhor mecanismo de *hedge*, o empresário deve estudar e verificar qual realmente melhor encaixa em seu negócio.

Há a possibilidade de testar mais de um mecanismo com valores inicialmente pequenos, para verificar, de acordo com apetite ao risco, qual seria a melhor solução e para qual o empresário se sente mais confortável – pois uma vez que se faz a proteção da moeda, é importante entender que saiu do risco da oscilação e não mais se preocupar se deixou de ganhar ou deixou de perder, e sim focar no negócio que é produzir e exportar – deixando o risco da moeda a cargo das instituições financeiras que fazem essa proteção.

Interessante que em momentos de incerteza como a qual se está vivenciando, seja no mercado interno ou externo, sempre é mais conservador fazer a proteção cambial dos recebíveis. Por vezes, a própria proteção ajuda o empresário a manter sua margem na operação, e por vezes não deixar ruir os negócios devido depreciações cambiais.

Por fim, importante ressaltar que uma vez estabelecida qual é a melhor estratégia para mitigar e reduzir os riscos cambiais, deve-se perseguir e manter a execução do mesmo de forma constante, pois o mercado financeiro é muito rápido, sendo que a moeda pode oscilar bastante em apenas poucos segundos – principalmente em um momento de instabilidade econômica e política como o que se vivencia atualmente no Brasil.

REFERÊNCIAS

BCB. Banco Central do Brasil. **Taxa de Câmbio**. Disponível em: http://www.bcb.gov.br/pre/bc_atende/port/taxCam.asp. Acesso em: 10 jul 2016.

BERNSTEIN, Peter L. **Desafio aos Deuses**: a fascinante história do risco. 2 ed. Rio de Janeiro: Campus, 1997.

BOVESPA valoriza mais de 32% no ano e dólar cai 18%. **Valor Econômico**. São Paulo, 29/07/2016. Disponível em: <http://www.valor.com.br/financas/4652823/bovespa-valoriza-mais-de-32-no-ano-e-dolar-cai-18>. Acesso em 30 jul 2016.

FIGUEIREDO, Antonio Carlos. **Introdução aos derivativos**. São Paulo: Editora Pioneira Thomson Learning, 2002.

FINANCIAMENTOS Internacionais. Disponível em: <https://www.italu.com.br/empresas/cambio-comercio-exterior/financiamentos-internacionais/#content1>. Acessado em: 30 jul 2016.

FORTUNA, Eduardo. **Mercado Financeiro: Produtos e Serviços**. 18 ed. Rio de Janeiro: Qualitymark, 2011.

GERBELLI, Luiz Guilherme. Depois da virada do dólar, indústria já calcula perdas com exportações. **O Estado de São Paulo**, 02 Julho 2016. Disponível em: <http://economia.estadao.com.br/noticias/geral,depois-da-virada-do-dolar-industria-ja-calcula-perdas-com-exportacoes,10000060596>. Acesso em 02 out 2016.

GODOY, Arilda Schmidt. Introdução à pesquisa qualitativa e suas possibilidades. **RAE – Revista de Administração de Empresas da Fundação Getúlio Vargas**. São Paulo, v. 35, n. 2, p. 57-63, mar./abr. 1995.

ROGGI, Oliviero; GARVEY, Maxine; DAMODARAN, Aswath. **Risk Taking: A Corporate Governance Perspective**. Washington: International Finance Corporation, 2012.

SILVA NETO, Lauro de Araujo. **Derivativos: Definições, emprego e risco**. São Paulo: Atlas, 2000.

SECURATO, José Roberto; SECURATO, José Claudio. **Mercado Financeiro: Conceitos, cálculo e análise de investimento**. 3 ed. São Paulo: Saint Paul, 2009.

SOUZA, Jorge Luiz de. Contribuição para os tomadores de decisões. **Desafios do Desenvolvimento**. Brasília, n. 45, p. 64-65, jul. 2008.

CARVALHO, Dênis Muniz da Silva; ASSIS, Marcelo Gonçalves; JOAQUIM, Tarcísio Rodrigues. **Mercado de Câmbio Brasileiro e Câmbio de Exportação**. São Paulo: Aduaneiras, 2007.

TORRENT, Marcílio de Azevedo. **Hedging na exportação: instrumentos de proteção cambial de empresas exportadoras brasileiras**. Dissertação de Mestrado em Administração. Belo Horizonte: Faculdade Novos Horizontes, 2012. Disponível em: http://unihorizontes.br/novosite/banco_dissertacoes/141120121354329065.pdf. Acesso em: 30 jul 2016.

TREVIZAN, Karina. Dólar sobe 48% em 2015, maior alta anual em quase 13 anos. G1, 07/01/2016. Disponível em: <http://g1.globo.com/economia/mercados/noticia/2015/12/dolar-termina-ultima-sessao-do-ano-em-alta.html>. Acesso em 31 jul 2016.